信用评级公告

联合〔2021〕7033 号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

北京顺鑫控股集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

债项	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京顺鑫控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 顺鑫 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 顺鑫 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 顺鑫 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/03/14
19 顺鑫 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/04/28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；上述债券期限均为 3 年

评级时间：2021 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘丽红　李敬云　华艾嘉

评级观点

北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为北京市顺义区国有大型控股型集团，经过多年发展，已经形成了白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。跟踪期内，公司在股东背景、区域行业地位和品牌知名度等方面仍保持较强的竞争优势，白酒产能有所提升，营业收入有所增长且保持了较强的经营获现能力。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主要业务板块毛利率均有所下降，房地产项目去化慢、资金周转压力较大，债务负担重等因素对其经营与发展可能带来不利影响。

未来，随着大众消费水平与外埠市场产品结构逐步升级，公司白酒业务规模有望进一步增长，加之逐步延伸猪肉系列产业链和退出房地产业务，公司主业盈利能力有望得以提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域地位突出，业务布局多元化。**公司作为北京市顺义区所属国有大型控股型企业，股东实力强，区域行业地位突出；已形成白酒、猪肉、贸易等多元化经营格局，有利于分散经营风险。
2. **品牌价值及知名度高。**公司白酒产业主要包括“牛栏山”二锅头和“宁城”2 个中国驰名商标；猪肉产业主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品 2 个中国驰名商标；2020 年“牛栏山”以 580.89 亿元的品牌价值位列第十二届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单第 15 位，品牌知名度高。
3. **白酒业务产能有所提升，为未来白酒业务竞争力提高打下了一定基础。**跟踪期内，公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家生产基地，截至 2020 年底，公司牛栏山酒厂产能由 2019 年底的 65.00 万千升/年增至 81.00 万千升/年。

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

4. **公司经营获现能力较强。**2020年，公司现金收入比为112.54%；经营活动产生的现金流量净额为11.26亿元，较上年增长2.08倍。

关注

1. **2020年，公司主要业务板块毛利率同比均有所下降。**受产品结构变化和成本端价格上涨影响，2020年，公司白酒业务毛利率同比下降8.86个百分点至39.22%，猪肉、工程施工等业务毛利率亦有不同程度的降低。
2. **房地产项目去化慢，资金周转压力较大。**公司房地产项目开发周期长且去化速度慢，项目所在区域分化现象凸显，考虑到房地产行业政策调控趋严，公司存货面临一定周转压力和价值波动风险，对资金形成较大占用。
3. **公司合并层面债务负担重，母公司债务负担非常重且短债偿债压力大。**截至2020年底，公司合并层面全部债务198.07亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为75.79%、69.55%和49.11%。截至2020年底，母公司全部债务100.88亿元，全部债务资本化比率89.27%，且短债偿债压力大。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	102.45	127.48	118.20	117.93
资产总额（亿元）	325.59	357.90	358.07	349.05
所有者权益（亿元）	80.25	75.92	86.70	89.05
短期债务（亿元）	135.00	128.89	114.39	120.61
长期债务（亿元）	43.17	81.51	83.68	88.67
全部债务（亿元）	178.17	210.40	198.07	209.28
营业收入（亿元）	272.51	313.95	330.06	83.17
利润总额（亿元）	8.18	9.30	5.84	3.75
EBITDA（亿元）	17.61	19.35	16.99	/
经营性净现金流（亿元）	28.62	3.65	11.26	-13.01
营业利润率（%）	14.68	14.11	10.60	14.43
净资产收益率（%）	5.59	6.75	3.16	/
资产负债率（%）	75.35	78.79	75.79	74.49
全部债务资本化比率（%）	68.95	73.48	69.55	70.15
流动比率（%）	113.22	127.52	130.53	138.12
经营现金流动负债比（%）	14.16	1.82	6.00	/
现金短期债务比（倍）	0.76	0.99	1.03	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.25	2.22	/
全部债务/EBITDA（倍）	10.12	10.87	11.66	/

公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	107.33	122.09	123.33
所有者权益（亿元）	5.44	2.87	12.12
全部债务（亿元）	92.41	108.65	100.88
营业收入（亿元）	0.47	0.29	0.16
利润总额（亿元）	-3.11	-2.50	0.65
资产负债率（%）	94.93	97.65	90.17
全部债务资本化比率（%）	94.44	97.43	89.27
流动比率（%）	53.43	98.56	103.35
经营现金流动负债比（%）	0.42	0.38	-10.04

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告已将其他流动负债和长期应付款中的债务部分纳入相关债务指标计算；3. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目组	评级方法/模型	评级报告
19 顺鑫 MTN001、19 顺鑫 MTN002	AA	AA	稳定	2020/07/28	王喜梅 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 顺鑫 MTN002	AA	AA	稳定	2019/03/22	刘晓濛 王喜梅 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 顺鑫 MTN001	AA	AA	稳定	2019/01/24	刘晓濛 王喜梅 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京顺鑫控股集团有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫控股”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

顺鑫控股成立于 1994 年 9 月，前身为北京市顺州工业开发经营中心，系经顺义县经济委员会核准设立的全民所有制企业，初始注册资本 30220.00 万元。1997 年 11 月，顺义县经济委员会与顺义县人民政府签署了《变更隶属关系转让协议书》，将北京市顺州工业开发经营中心转让给顺义县人民政府所有，同时更名为北京市泰丰现代农业发展中心，注册资本变更为 68000.00 万元。2002 年 5 月，经北京市顺义区经委顺经字〔2002〕第 37 号文批准，公司改制为有限责任公司，更名为北京顺鑫农业发展集团有限公司，注册资本变更为 85000.00 万元。北京顺鑫投资管理公司和原北京霞光饲料总公司分别持有公司 92.80%和 7.20%的股权。

2009 年 7 月，北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）出具顺国资复〔2009〕21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光饲料总公司持有的公司股权无偿划转给北京市顺义区国有资本经营管理中心（以下简称“顺义国资中心”），自此，顺义国资中心持有公司 100.00%的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本与实收资本均为 8.50 亿元，顺义国资中心持有公司 100%股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

公司经营范围：种植业，养殖业及其产品加工销售；农业技术开发；农业产前、产中、产后服务；销售百货、日用杂品、五金交电、化工、针纺织品；房地产开发；销售自行开发的商品房；出租办公用房；投资管理；物业管理；园林绿化服务；施工总承包；专业承包。

截至 2021 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 27 家；其中，公司直接持股的北京顺鑫农业股份有限公司于 1998 年 11 月在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”。截至 2021 年 3 月底，公司持有顺鑫农业 37.51%的股权（均未质押）。

表 1 顺鑫农业主要财务数据（单位：亿元）

时间	资产	权益	收入	净利润
2020 年	216.73	77.72	155.11	4.26
2021 年 1－3 月	206.24	81.47	54.86	3.80

资料来源：Wind

截至 2021 年 3 月底，公司下设风险管理部、战略投资部、企业管理部、集团财务部等 10 个职能部门。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 358.07 亿元，所有者权益 86.70 亿元（含少数股东权益 52.50 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 330.06 亿元，利润总额 5.84 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 349.05 亿元，所有者权益 89.05 亿元（含少数股东权益 54.72 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 83.17 亿元，利润总额 3.75 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区 站前街 1 号院 1 号楼 11 层；法定代表人：王泽。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表2 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	当前余额	起息日	到期兑付日
19 顺鑫 MTN001	10.00	10.00	2019/03/14	2022/03/14
19 顺鑫 MTN002	5.00	5.00	2019/04/28	2022/04/28

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定**

性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 白酒行业分析

（1）行业概况

近年来，白酒行业收入和利润保持稳健增长，产量持续下降，行业集中度提高，落后产能出清，未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强。

受益于消费升级、消费结构转换等因素，随着高端、次高端产品的量价齐升以及中产阶级的崛起，白酒行业发展态势良好。2019 年，18 家白酒上市公司营业总收入 2121.37 亿元，同比增长 16.09%，净利润 859.81 亿元，同比增长 17.13%；2020 年，18 家白酒上市公司营业总收入 2619.14 亿元，同比增长 23.46%，净利润 958.31 亿元，同比增长 11.46%。

近年来，白酒行业全面进入挤压式竞争时代，名酒企业在产品、品牌、渠道和市场等方面不断强化优势，无论是高端、次高端产品，还是中低端和小酒等，都逐步形成了各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的竞争格局逐渐稳定，并将在今后的市场竞争中进一步强化。随着行业集中度的不断提升，具备资本优势、管理优势、品牌优势、人才优势、渠道优势的名优白酒企业，有望在未来的白酒市场竞争中胜出，抢占更多的市场份额。而部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。受行业集中度提升，以及行业洗牌导致的劣后产能出清等因素影响，2018－2020 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量持续减少，年均复合下降 7.79%。2020 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒产量 740.73 万千升，同比下降 2.46%。

（2）行业竞争

近年来，在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业稳步发展，行业分化趋势显现。高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局，市场集中度高，进入壁垒高；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，市场份额主要由数家全国化的品牌酒企占据，行业集中度逐步提高；中低端白酒市场参与者众多，竞争尤为激烈，在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出市场。

白酒制造属于完全竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈。各档次白酒竞争环境差异较大，竞争核心要素

不同，白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不等。通常来说，600 元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300~600 元/瓶划分为次高端酒，100~300 元/瓶划分为中端酒，100 元/瓶以下划分为低端酒。

高端白酒目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖 1573）三家白酒品牌所占据，其中茅台及五粮液集中度约在85%以上，行业地位显著。高端白酒以商务宴请、送礼、政务消费等为主，价格因素在竞争中并不敏感，品牌力最为重要，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变，存在很高的进入壁垒。总体看，高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。

次高端产品方面，主要由高端酒的系列酒、主品牌下的副品牌（如洋河旗下天之蓝、梦之蓝）和单一品牌（如剑南春、郎酒）等组成。2016 年以来，随着行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端白酒寡头垄断格局的形成并日渐稳固和价格的不断上涨，带动次高端酒企产品价格不断提升，毛利率水平快速增长，吸引许多资本进入使得次高端白酒市场竞争较高端白酒市场相对激烈。次高端白酒主要消费定位商务宴请等，核心竞争要素是品牌力以及渠道布局，代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、舍得等。次高端白酒本身具备较强的品牌力，经历过上轮周期调整后，次高端白酒市场集中度上升较为明显，头部效应逐步显现。

中低端白酒则属于完全竞争市场。目前，中低端白酒市场主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和全国化大众品牌，市场以区域竞争为主，产品同质性较强，定价权较弱。考虑到低端白酒消费场景主要为自饮，消费者诉求以高性价比为主，大多数省级白酒制造企业主力布局于中低端酒产品，依托本土化优势加之深耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度，对当地经销商、终端资源等渠道控制力强，在区域市场具备较强竞争力。

（3）行业政策

近年来，中国白酒行业政策致力于控制白酒总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产，通过税收政策、行业准入等政策调整供需和优化行业秩序，有利于白酒行业集中度进一步提升。

国家对白酒制造行业总体的发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。在行业发展历程中，政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。

2016 年 4 月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出了“坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐”的发展理念。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长 7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化设备提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

2019 年 11 月 6 日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，自 2020 年 1 月 1 日起施行，“白酒生产线”“酒精生产线”等不再列入国家限制类产业。此次产业政策调整，行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利

于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

2019 年 12 月 3 日，财政部与国家税务总局联合下发的《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，酒类消费税率未发生改变，仍沿用2015年国家税务总局发布的关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下、年销售额1000万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每季度都要进行审核和上报。

消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

（4）行业关注

行业分化。近年来，在以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端酒逐步提价的大背景下，高端酒中龙头产品的市占率呈现逐步提高态势，且未来议价能力越发增强，中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

原材料供应及价格波动风险。白酒生产所需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米和大麦等粮食，若粮食生产受气候等因素的影响出现欠收，或国家调整粮食生产、流通和消费政策，均可能导致原材料供应短缺或价格上涨，从而增加白酒企业采购成本。

市场竞争风险。白酒产业为充分竞争行业，目前中国白酒企业众多，其中四川、山西、江苏、安徽等地为白酒主要产地，行业竞争较为激烈。公司全国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争，存在市场竞争风险。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，以及健康生活方式、理性饮酒理念的日益加深，白酒市场竞争将更趋激烈。

产品价格波动风险。近年来，白酒价格总体处于上涨态势，但产品价格最终取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果白酒企业的品牌认可度及市场消费水平出现下降，则产品可能会面临跌价的风险。

（5）行业发展

白酒行业未来将呈现存量竞争的局面，健康消费理念的加强、新冠肺炎疫情的冲击等将加速行业洗牌、进一步提高行业集中度。优质白酒企业凭借其品牌、规模、资金等方面的优势，有望获得更高的市场份额。

2016年下半年起，白酒制造行业景气度逐步回升，高端白酒需求显著回暖，产业集中度逐步提高，行业分化日趋明显，高端酒行业寡头垄断格局日渐稳固，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。名优酒企将通过自身品牌优势逐步增加产品结构，发力次高端市场，部分市场份额在向次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。新冠肺炎疫情加速了行业洗牌，未来，随着产业政策放宽以及本次白酒行业整合调整期的结束，行业品牌优势及头部效应将逐步显现，行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险，行业将进入良性发展期。

2. 区域经济环境

北京市经济保持健康发展势头，综合经济实力不断增强。公司立足北京市场，优越的区位优势为公司各业务板块的发展提供了良好的外部环境。

根据《北京市2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，北京市实现地区生产总值36102.6亿元，按可比价格计算，比上年增长1.2%。其中，第一产业增加值107.6亿元，下降8.5%；第二产业增加值5716.4亿元，增长2.1%；第三产业增加值30278.6亿元，增长1.0%。三次产业构成为0.4：15.8：83.8。

2020年，北京市居民人均可支配收入为69434元，比上年增长2.5%；扣除价格因素后，实际增长0.8%。从四项收入构成看，居民人均工资性收入41439元，人均经营净收入812元，人均财产净收入11789元，人均转移净收入15394元。全年全市居民人均消费支出为38903元，比上年下降9.6%。

2020年，北京市社会消费品零售总额13716.4亿元，较上年下降8.9%。按用途分类中，吃类商品较上年下降10.9%。按消费形态分类中，餐饮收入较上年下降29.9%，主要系新官肺炎疫情冲击所致。

北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京经济的快速发展、城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、饮品需求大幅增加，这为公司的发展提供了重要推动力。公司所处的顺义区位于北京市东北方向，区内有京密公路、京承高速公路、京承铁路通过，并拥有北京首都国际机场。公司距机场不足10公里，陆空交通较为便利，具有较大的区位交通优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，顺义国资中心持有公司100%股权，顺义区国资委持有顺义国资中心100%股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

2. 企业规模及竞争力

作为北京市顺义区国有大型企业，公司业务涵盖白酒、猪肉等，跟踪期内，公司主营业务区域行业地位稳固，经营优势明显。

作为顺义区所属国有大型控股型企业集团，顺鑫控股近年来随着自身经营战略调整及外部环境变化，已形成白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。其中白酒产业拥有“牛栏山”二锅头和“宁城”2个中国驰名商标；猪肉产业拥有“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品2个中国驰名商标。

公司白酒制造业务在经营规模、品牌知名度、市场竞争能力和整体经济效益等方面均具备较为显著的竞争优势。2020年，在由中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合发布的第十二届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单中，“牛栏山”以580.89亿元的品牌价值位列15位。

公司的猪肉产业拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链。在北京地区产猪肉销量处于领先地位。公司在北京拥有单厂300万头的屠宰能力和单体4万吨的冷库储藏能力，规模优势明显。公司是北京菜篮子工程重要组成部分和重大赛事活动的猪肉产品供应商，“鹏程”品牌不仅获得北京消费者的信任和青睐，也是中国受消费者喜爱的十大猪肉品牌之一。2020年先后荣获“消费市场年度影响力品牌”、“2020中国肉类食品行业先进企业”、“中国食品企业社会责任百强”等称号。

3. 外部支持

跟踪期内，公司享受国家税收优惠，政策补贴力度仍属较大。

跟踪期内，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育免缴企业所得税，肉类及农林产品初加工所得暂免征收企业所得税。2020年，公司以政府补贴为主的其他收益和营业外收入合计由上年的0.12亿元增至0.47亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（纳税人识别号：91110000102551l7XP），截至2021年7月9日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在1笔关

注类贷款，相关款项已于 2003 年 6 月 9 日结清。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管人员构成等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，得益于贸易和猪肉系列收入增加，公司营业收入有所增长，但包括白酒在内的多数业务板块毛利率有所下降。公司利润总额大幅下降。

跟踪期内，公司多元化业务布局持续发展，白酒系列、猪肉系列和贸易仍构成公司主要收入来源。2020 年，公司实现营业收入 330.06 亿元，同比增长 5.13%，主要系贸易和猪肉系列收入增加所致；营业成本 279.71 亿元，同比增长 10.87%。2020 年，公司中低端白酒销量占比上升、屠宰业务原材料猪肉价格高位运行，导致营业成本增幅明显高于营业收入，营业利润率同比下降 3.52 个百分点至 10.60%。2020 年，公司利润总额 5.84 亿元，同比大幅下降 37.20%。

2020 年，公司主营业务收入同比增长 5.12%至 329.44 亿元。受新冠肺炎疫情影响，公司白酒系列实现收入 101.85 亿元，同比下降 1.01%，占公司主营业务收入的比重为 30.92%，同比下降 1.91 个百分点；2020 年，国内生猪供给短缺导致猪肉价格快速上涨，公司猪肉系列收入规模同比增长 30.26%至 46.36 亿元，占主营业务收入的比重上升至 14.07%；工程施工板块收入规模为 21.16 亿元，同比下降 18.71%，主要系结转施工项目减少所致；贸易业务整体收入规模较上年增长 13.42%至 138.66 亿元，占主营业务收入的比例同比上升 3.08 个百分点至 42.09%。公司其他业务主要包括房地产、牛羊肉系列、市场管理及食品加工等，2020 年收入同比下降 19.60%至 21.41 亿元，其中房地产业务收入同比由 8.73 亿元降至 5.27 亿元，主要系公司结转销售收入减少所致。

从盈利水平看，2020 年，公司主营业务毛利率为 15.19%，同比下降 4.39 个百分点，主要系白酒系列毛利率下降所致。具体看，白酒系列作为公司主要利润来源，2020 年毛利率同比下降 8.86 个百分点至 39.22%，主要系中低端白酒销量占比上升、运输费用计入成本以及原材料价格上升所致；2020 年猪肉价格整体处于高位，公司以屠宰为主的猪肉系列毛利率降低 1.01 个百分点至 5.69%；工程施工业务毛利率为 7.80%，同比下降 3.45 个百分点；贸易业务盈利水平持续较低，2020 年为 0.23%；2020 年其他业务毛利率同比上升 3.48 个百分点至 25.64%，主要系 2020 年牛羊肉系列业务毛利率较高所致。

2021年1－3月，公司实现营业收入83.17亿元，同比增长4.91%；综合毛利率为21.40%，较上年同期的21.05%有所提高。

表 4 2018－2020 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒系列	92.78	34.15	49.63	102.89	32.83	48.08	101.85	30.92	39.22
猪肉系列	24.71	9.10	2.74	35.59	11.36	6.70	46.36	14.07	5.69
工程施工	17.94	6.61	11.64	26.03	8.30	11.25	21.16	6.42	7.80
贸易	119.04	43.82	0.94	122.25	39.01	0.56	138.66	42.09	0.23
其他	17.18	6.33	33.55	26.63	8.50	22.16	21.41	6.50	25.64
合 计	**271.65**	**100**	**20.50**	**313.39**	**100.00**	**19.58**	**329.44**	**100.00**	**15.19**

资料来源：公司提供

2. 白酒系列

跟踪期内，公司白酒业务产能有所增加，产、销量和销售均价整体较为稳定，但值得注意的是，高档白酒销量明显下降，中档白酒销量有所增加。

公司白酒生产及销售业务主要由控股子公司顺鑫农业下属的牛栏山酒厂和内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）承担，牛栏山酒厂是白酒系列业务收入及利润的主要来源。公司将白酒档次划分为 3 个档次：单瓶售价在 10 元/500ml 以下的为低档酒（代表系列为陈酿、传统二锅头），10 元至 50 元为中档酒（代表系列为珍品），50 元以上的为高档酒（代表系列为经典二锅头、百年牛栏山）。

采购方面，从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要来自酒基、粮食和包装材料。大部分酒基和部分包装材料由子公司生产，其余部分外购。跟踪期内，公司白酒板块生产要素成本结构变化不大，但原料价格上涨带动公司白酒业务成本同比增长 15.89%。采购结算方面，对于粮食，公司一般年初与基地农户洽商后货款两清；对于包装材料，公司一般采取定期支付货款的模式。

生产方面，公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家生产基地，截至 2020 年底，公司牛栏山酒厂产能由 2019 年底的 65.00 万千升/年增至 81.00 万千升/年；其中低档酒 75.00 万千升/年、中档酒 5.00 万千升/年、高档酒 1.00 万千升/年。从产量来看，2020 年，公司合计实现白酒产量 69.05 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.82%），同比变化不大。2020 年，公司牛栏山酒厂产能利用率同比由 105.60%降至 85.10%，仍处于较高水平。

表 5 2018－2020 年公司白酒生产情况（单位：万千升、%）

品牌	品种	2018 年			2019 年			2020 年		
		产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
牛栏山	低档酒	60.00	56.45	94.08	60.00	63.74	106.24	75.00	63.74	84.99
	中档酒	4.00	3.00	75.07	4.00	4.07	101.72	5.00	4.59	91.85
	高档酒	1.00	0.52	51.57	1.00	0.82	82.42	1.00	0.60	59.98
	小计	**65.00**	**59.97**	**92.26**	**65.00**	**68.64**	**105.60**	**81.00**	**68.93**	**85.10**
宁城老窖	低档酒	0.45	0.06	13.53	0.45	0.05	12.04	0.45	0.05	10.71
	中档酒	1.00	0.08	7.72	1.00	0.10	9.87	1.00	0.07	7.01
	高档酒	0.10	0.01	6.70	0.10	0.01	7.10	0.10	0.00	0.00
	小计	**1.55**	**0.14**	**9.34**	**1.55**	**0.16**	**10.32**	**1.55**	**0.12**	**7.87**
合计		**66.55**	**60.11**	**90.33**	**66.55**	**68.80**	**103.38**	**82.55**	**69.05**	**83.65**

资料来源：公司提供

从产品结构看，牛栏山酒厂坚持“民酒”产品定位，产品覆盖高中低三个档次，跟踪期内产量及销量仍以低档白酒为主，产品结构基本稳定。2020 年，公司白酒销售量同比下降 3.84%至 69.01 万千升，产销率下降 4.38 个百分点至 99.93%。

具体到牛栏山酒厂，2020年，其低、高档白酒销量同比分别下降了 4.57%和 17.61%，其中高档白酒销量下降明显主要系新冠肺炎疫情冲击餐饮消费场景、百年牛栏山等盒装酒受冲击明显所致。中档白酒销量同比增长了 10.26%，主要系公司不断加大升级转型力度、珍品系列销量增长所致。

从产品价格来看，2020年公司白酒产品均价为1.48万元/千升，同比增长3.50%，整体较为稳定。具体到牛栏山酒厂，2020年，其低、中、高档白酒销售均价同比分别上升了 3.45%、1.54%和 6.08%，高档酒提价幅度较为明显。

从销售区域看，2020年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比仍保持在 65%左右。

跟踪期内，公司白酒销售结算模式无变化，仍为先款后货。

表 6 2018－2020 年公司白酒销售情况（单位：万千升、万元/千升、亿元、%）

品牌	品种	2018 年				2019 年				2020 年			
		销量	单价	销售额	产销率	销量	单价	销售额	产销率	销量	单价	销售额	产销率
牛栏山	低档酒	57.76	1.18	68.27	102.32	66.73	1.16	77.42	104.68	63.68	1.20	76.24	99.90
	中档酒	3.59	3.38	12.15	119.63	4.16	3.24	13.49	102.26	4.59	3.29	15.08	99.90
	高档酒	0.63	18.94	11.94	122.24	0.73	15.80	11.48	88.17	0.60	16.76	10.03	99.82
	小计	**61.98**	**1.49**	**92.36**	**103.36**	**71.62**	**1.43**	**102.39**	**104.34**	**68.86**	**1.47**	**101.35**	**99.90**
宁城老窖	低档酒	0.05	1.32	0.06	74.88	0.05	1.44	0.08	96.68	0.06	1.46	0.08	114.52
	中档酒	0.07	3.70	0.25	88.60	0.09	3.51	0.31	88.75	0.08	3.81	0.32	120.97
	高档酒	0.01	20.98	0.10	74.63	0.01	18.48	0.12	91.55	0.01	17.91	0.10	145.95
	小计	**0.12**	**3.52**	**0.42**	**82.18**	**0.15**	**3.43**	**0.50**	**91.56**	**0.15**	**3.44**	**0.50**	**119.18**
合计		**62.10**	**1.49**	**92.78**	**103.31**	**71.76**	**1.43**	**102.89**	**104.31**	**69.01**	**1.48**	**101.85**	**99.93**

注：上表中的单价和销售额为不含税金额
资料来源：公司提供

3. 猪肉系列

公司猪肉系列产业链较为完整，跟踪期内收入结构仍以生猪屠宰为主。2020 年，猪价整体高于去年，对种畜养殖和屠宰业务的影响方向不同。屠宰业务由于成本端收猪价格高企而毛利率有所下降。

公司猪肉系列业务包括种猪繁育、生猪屠宰与加工，主要由顺鑫农业下属小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”）、鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。

公司猪肉系列收入以生猪屠宰为主。2020 年，受非洲猪瘟疫情反复和生猪产能不断恢复的综合影响，国内猪肉价格先升后降，但整体高于去年同期。猪肉价格上涨通过拉动仔猪价格对公司种猪繁育业务形成利好，但对屠宰业务形成成本上升的压力。屠宰业务收购的生猪价格走高，会在带动公司屠宰业务收入增长的同时压低屠宰业务毛利率。

2020 年，公司种畜养殖业收入为 4.27 亿元，同比增长 124.74%，毛利率提升了 32.64 个百分点至 35.41%。2020 年，公司生猪屠宰业务收入为 42.09 亿元，同比增长 24.90%，毛利率下降了 4.85 个百分点至 2.07%。

表 7 2018－2020 年公司猪肉系列收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
种猪繁育	1.03	-100.00	1.90	2.77	4.27	35.41
生猪屠宰、加工	23.68	7.20	33.70	6.92	42.09	2.07
合计	**24.71**	**2.74**	**35.59**	**6.70**	**46.36**	**5.69**

资料来源：公司提供

公司建立了“公司＋基地＋农户”经营模式，将自繁自养与基地农户养殖相结合。公司与农户合作养殖，将自有仔猪卖给农户并在公司养殖场进行养殖，农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和封闭管理，养殖周期结束，公司按照市场价收购。公司外购原材料包括部分饲料及兽药、疫苗，饲料主要采购自北京正大饲料有限公司、大成食品（亚洲）有限公司，兽药主要采购自农科院畜牧研究所等。

育种方面，截至2021年3月底，公司下属小店良种场是全国 33 家国家级种猪场之一，下设 16 个养猪场，设有原种猪场、祖代种猪场和父母代种猪场，形成种猪体系 3 级配套，满足不同类型种猪场的购种需求。

生猪屠宰方面，截至 2020 年底，公司全国范围内生猪屠宰能力400万头/年，较上年底无变化。2020 年，公司收购均价同比由 19.97 元/公斤大幅上涨至33.48元/公斤；实际屠宰量同比下降 30.81%至 102.31 万头，主要系猪价高企收猪困难所致。

表 8 2018－2020年公司肉类加工业务相关情况

项目	2018年	2019年	2020年
祖代存栏（套）	1213.00	1225.00	2033.00
父母代存栏（套）	8918.00	8838.00	10214.00
屠宰能力（万头/年）	400.00	400.00	400.00
实际屠宰量（万头）	155.66	147.86	102.31
收购均价（元/公斤）	13.15	19.97	33.48
生猪肉制品销量（万吨）	15.08	15.99	13.96
生猪肉均价（元/公斤）	13.93	18.59	31.35
猪肉熟食销量（万吨）	0.96	0.97	0.77
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.67	15.27	19.25

资料来源：公司提供

公司目前猪肉系列的销售收入主要来自屠宰业务，未来发展重点将转向下游熟食产业，并加快向保鲜调理和精细加工等下游产业转型，充分利用渠道优势扩大市场占有率，提高附加值。公司 2020 年销售猪肉熟食制品 0.77 万吨，销量有所下降主要系收猪困难所致。

4. 贸易业务

跟踪期内，公司贸易业务收入规模同比增长，但整体盈利水平低。

公司贸易业务主要由顺鑫国际（香港）集团有限公司（以下简称“顺鑫国际”）经营。

公司贸易业务由标准产品的境内贸易及境外贸易构成，贸易品种包括大米、豆粕、棕榈油、猪肉和白糖等农产品以及电解铜、电解镍和锌精矿等有色金属。2020年，贸易业务整体收入规模同比增长13.42%至138.66亿元。

盈利方面，受大宗商品贸易品种及经营模式影响，公司贸易业务毛利率始终处于较低水平，2020年毛利率为0.23%。

（1）境外贸易

公司境外贸易包括进口贸易及转口贸易，以转口贸易为主，贸易品种以有色金属为主。公司境外业务经营模式主要为以销定采，在经过广泛询价后，分别与上下游客户签署购销合同，并通过在合同中以“锁定汇率”“在触发汇率波动比例的条件下要求客户补缴保证金”等方式，一定程度转移汇率波动风险。定价方面，公司境外业务下游销售价格采取点价方式，即下游客户在支付95%货款后的3个工作日内完成点价，公司根据该销售价格向上游采购。结算方面，公司对于资信较好的上游客户采取预付形式。下游客户主要采取 T/T、D/P、D/A 等结算方式，目前以现金为主。公司境外业务上游客户类型以央企、国企背景贸易商或行业内大型贸易商为主；下游客户以贸易代理商为主。

（2）境内贸易

公司境内业务采取以销定采的经营模式，价格波动风险主要转嫁给下游客户承担；贸易品种以有色金属为主，上游采购主要来自大型央企、国企，上游供应商定价话语权强；下游客户目前以国有贸易型企业为主。结算方面，公司境内贸易主要结算方式为电汇、银行承兑汇票、信用证，对上游供应商一般预付15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付，对下游客户预收15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付。

5. 其他业务

公司其他业务主要包括工程施工、房地产、市场管理等。

（1）工程施工

跟踪期内，公司结转施工项目减少，工程施工业务收入规模同比下降。

公司工程施工业务主要由全资子公司北京顺鑫建设科技集团有限公司（以下简称“顺鑫

建科集团”）运营，下属经营主体主要包括北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）和北京顺鑫天宇建设工程有限公司（以下简称“顺鑫天宇”），鑫大禹具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，水利水电工程、市政公用工程施工总承包贰级资质，拥有河湖整治工程、堤防工程专业承包资质等，为综合施工企业；顺鑫天宇具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，防水防腐保温工程专业承包壹级资质等，并具有承包境外房屋建筑工程和境内国际招标工程的资格。

表 9 近年来顺鑫建科集团承接 3000 万以上项目情况

（单位：个、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
重大项目数量	17	15	13	8
重大项目金额	13.48	14.64	12.03	15.31
新承接工程总金额	17.06	21.28	15.39	16.54

资料来源：公司提供

2020年，公司施工项目工程施工板块收入规模为 21.16 亿元，同比下降 18.71%，主要系结转施工项目减少所致。

（2）房地产

公司拟退出房地产开发业务，跟踪期内，坚持存量房产去化和项目整体处置同步推进的思路，收入规模有所增长，利润延续亏损。在房地产行业区域景气度分化背景下，公司部分在售项目所在区域政策调控力度大，下游有效需求不足，库存去化周期长，对资金形成较大占用。

公司房地产业务运营主体为子公司北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”），具备房地产开发一级资质。2020年，公司房地产业务收入同比由 8.73 亿元降至 5.27 亿元，主要系公司结转销售收入减少所致；毛利率同比由 15.28%降至 13.71%。

截至 2020 年底，佳宇地产在售及在建房地产项目包括站前街商业金融二期项目（GBD）、下坡屯项目（共两期）、包头望潮苑项目（共三期）和海南富海家园项目等 4 个；总可售面积 64.23 万平方米，累计实现签约销售面积 47.51 万平方米，累计实现签约销售金额为 49.14 亿元。

截至 2020 年底，公司剩余可售面积 16.72 万平方米，其中站前街商业金融二期项目（GBD）库存中商业写字楼产品占比较高，包头望潮苑及海南富海家园项目所在区域受有效需求下滑、政府调控政策加码及产品定位与市场需求存在一定错配等因素综合影响，项目开发周期长，待售物业规模大，去化速度慢，对资金形成较大占用，盈利水平持续下滑。

表 10 截至 2020 年底公司在售及在建房地产项目（单位：万元/平方米、万平方米、亿元）

项目	计划投资	已投资	均价	总可售面积	业态	累计签约销售面积	累计签约销售额
站前街商业金融二期项目（GBD）	21.00	20.43	住宅 2.48、车位 0.51、底商 3.43、写字楼 2.69、大商业 2.35	13.17	住宅，商业及车位	6.53	15.06
包头望潮苑（共三期）	11.45	11.32	别墅 0.83、商业 0.88、住宅 0.57	15.1	住宅及商业	11.77	7.51
海南富海家园项目	7.65	8.30	住宅 0.90、商业 1.02	9.40	住宅及商业	8.65	8.35
下坡屯项目	55.00	44.14	叠拼 2.82、双拼 3.07、洋房 3.30、车位 1.15、储藏间 0.20	26.56	住宅，底商，车位，储藏间	20.56	18.22
合计	**95.10**	**84.19**	--	**64.23**	--	**47.51**	**49.14**

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司房地产在建项目预计总投资额为 95.10 亿元，已投资 84.19 亿元，尚余投资 10.91 亿元，后续资本支出压力仍较大。

表 11 截至 2020 年底公司土地储备情况

项目名称	对应项目用地	面积（平方米）	取得成本（亿元）	取得方式和时间

GBD 三期项目	京顺国用（2013 出）字第 00093 号	14688.00	0.96	出让取得，2013 年 7 月
小店项目	京顺国用（2007 出字）第 00018 号、京顺国用 2007 出字第 00019 号	264576.60	1.04	出让取得，2007 年 1 月
海南富海家园项目	文国用（2013）第 w0304717 号、文国用（2013）第 w0304718 号、文国用（2013）第 w0304803 号	122477.79	0.69	出让取得，2013 年 4 月
山东鑫泽园项目	曲国用（2011）第 0912、曲国用（2011）第 0913 号、曲国用（2011）第 0914 号	266981.00	1.50	出让取得，2011 年 8 月

注：2020 年 7 月 8 日，公司公告海南富海家园项目文国用（2013）第 w0304717 号和文国用（2013）第 w0304803 号已与文昌市政府签订有偿收回土地使用权协议，截至本报告出具日，由于文昌市政府未付款，涉及的土地所有权未转移
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司尚未开发土地包括 GBD 三期项目、小店项目、海南富海家园项目和山东鑫泽园项目共 4 处地块，土地面积合计 66.87 万平方米，未有明确后续开发计划。房地产开发业务作为公司拟退出业务，近年来，公司坚持存量房产去化和项目整体处置同步推进的思路，加快资金回笼。

公司房地产项目开发周期长且去化速度慢，项目所在区域分化现象凸显，考虑到房地产行业政策调控趋严，公司存货面临一定周转压力和价值波动风险，对资金形成较大占用。

6. 经营效率

2020年，公司经营效率较高。

2019－2020年，公司销售债权周转次数分别为35.44次和36.24次，存货周转次数分别为2.52次和2.81次，均有所上升。2020年，公司总资产周转次数为0.92次，同比保持稳定。

与白酒行业部分企业相比，2020年，公司应收账款周转率表现一般，存货周转率和总资产周转率处于行业较高水平。整体看，2020年，公司经营效率较高。

表12 2020年同行业公司经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
山西汾酒	3534.09	0.67	0.78
洋河股份	2078.32	0.40	0.39
酒鬼酒	362.38	0.39	0.48
老白干酒	78.90	0.75	0.56
五粮液	651.58	1.10	0.52
中位数	**651.58**	**0.67**	**0.52**
公司	**72.12**	**2.81**	**0.92**

注：为保持可比性，上表均采用Wind导出数据
资料来源：Wind

7. 未来发展

公司基于主营业务制定了发展规划，可行度较高。

公司作为区属国有大型综合型企业集团，结合自身实际和外部环境变化，提出了“以投资控股型发展模式实现顺鑫集团转型升级”的发展思路，即通过实施“投资控股型发展模式”，进一步创新理念、方式和手段，积极整合“两种产业资源”，不断提升“三种核心能力”，加快推进“四个转变”，进一步壮大主营业务，清晰业务定位，并借助资本市场，逐步实现各项主营业务板块分拆上市，将顺鑫控股打造成为投资控股型产业集团公司。

白酒产业方面，公司以牛栏山酒厂为核心，坚持以营销为龙头，科技为核心，管理为基础，文化为底蕴的发展方针，通过战略合作、产业并购，整合资产优良、规模适中、具有发展前景的白酒企业，完善全国白酒产业布局，释放白酒产能，壮大白酒产业规模，在成为中国二锅头第一品牌的基础上，进一步打造成为中国最大的民酒产业集团。

肉食产业方面，公司坚持“自上而下，重点把控”的原则，加快推动从种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工到物流配送的产业链整合提升。养殖繁育环节，发挥小店品牌技术优势，由数量规模型向质量科技型转变；肉制品加工环节，在保障安全

肉食品供应的基础上，立足北京市场，扩展区域市场，发展社区市场，以市场为导向，重点研发中低温产品，丰富产品群，扩大品牌知名度，提升猪肉板块整体实力，最终打造成为独立运营的肉食品产业集团。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并范围内减少1家子公司，期末合并范围有26家子公司。2021年1—3月，公司合并范围内新增1家子公司，期末合并范围内有27家子公司。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额358.07亿元，所有者权益86.70亿元（含少数股东权益52.50亿元）；2020年，公司实现营业收入330.06亿元，利润总额5.84亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额349.05亿元，所有者权益89.05亿元（含少数股东权益54.72亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入83.17亿元，利润总额3.75亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，资产结构以流动资产为主。流动资产以货币资金和存货为主；非流动资产中，固定资产和土地类无形资产占比高。

截至2020年底，公司合并资产总额358.07亿元，较上年底增长0.05%，较上年底变化不大。其中，流动资产占68.42%，非流动资产占31.58%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产245.00亿元，较上年底下降4.16%。公司流动资产主要由货币资金（占46.69%）、其他应收款（占6.61%）和存货（占39.61%）构成。

截至2020年底，公司货币资金114.38亿元，较上年底下降6.42%。货币资金中有5.02亿元受限资金，受限比例较低，主要为各类保证金。

截至2020年底，公司其他应收款16.19亿元，较上年底下降0.46%，较上年底变化不大。

截至2020年底，公司存货97.05亿元，较上年底下降4.99%。存货主要由库存商品（22.04亿元）、工程施工（11.19亿元）、开发产品（30.29亿元）和开发成本（23.70亿元）构成，未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产113.08亿元，较上年底增长10.56%，公司非流动资产主要由其他权益工具投资（占11.51%）、长期股权投资（占7.98%）、固定资产（占43.01%）、在建工程（占7.86%）和无形资产（占16.41%）构成。

截至2020年底，公司其他权益工具投资13.01亿元，较上年底增长14.94倍，主要系所持北京人寿保险股份有限公司（12.37亿元，以下简称“北京人寿”）股权从长期股权投资科目转入所致。

截至2020年底，公司长期股权投资9.03亿元，较上年底下降29.48%。公司长期股权投资均为对联营企业的投资，主要包括对北京金盛顺鑫置业投资有限公司（6.00亿元，以下简称“金盛顺鑫置业”）、北京顺鑫和辉股权投资中心（0.86亿元）以及北京顺鑫祥云药业有限责任公司（0.93亿元）等。公司长期股权投资未计提减值准备。

截至2020年底，公司固定资产48.63亿元，较上年底增长0.24%，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋建筑物（34.47亿元）和

机器设备（9.81亿元）构成，累计计提折旧22.39亿元；固定资产成新率69.79%，成新率尚可。

截至2020年底，公司在建工程8.88亿元，较上年底增长29.32%，主要系增加对牛栏山酒厂文化苑项目的投资以及改造部分猪舍所致。

截至2020年底，公司无形资产18.56亿元，较上年底下降0.39%，较上年底变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（17.19亿元）构成，累计摊销3.35亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产账面价值合计10.92亿元，占资产总额的比例为3.05%。公司资产受限比例低。

表 13 截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	5.02	各类保证金
无形资产	5.90	土地使用权用于抵押借款
合计	**10.92**	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司合并资产总额349.05亿元，较上年底下降2.52%，较上年底变化不大。其中，流动资产占67.80%，非流动资产占32.20%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益稳定性一般；有息债务规模有所下降，债务结构均衡化，但整体债务负担仍重。

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益86.70亿元，较上年底增长14.19%，主要系北京人寿股权投资评估增值导致其他综合收益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为39.45%，少数股东权益占比为60.55%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占24.85%、16.94%、24.12%和32.48%。所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益89.05亿元，较上年底增长2.71%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为38.55%，少数股东权益占比为61.45%。所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至2020年底，公司负债总额271.37亿元，较上年底下降3.76%。其中，流动负债占69.16%，非流动负债占30.84%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债187.70亿元，较上年底下降6.37%。公司流动负债主要由短期借款（占50.16%）、一年内到期的非流动负债（占5.68%）、合同负债（占27.11%）和其他流动负债（占6.00%）构成。

截至2020年底，公司短期借款94.15亿元，较上年底增长13.83%，主要系为偿还“15顺鑫02”以及营运资金需求增加所致。公司短期借款主要为信用借款（38.07亿元）和保证借款（56.05亿元）。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债10.66亿元，较上年底下降49.61%，主要系偿还“15顺鑫02”所致。

2020年公司执行新会计核算准则，将原预收账款中符合相关条件的项目重分类为合同负债进行核算。截至2020年底，公司合同负债50.88亿元，较年初的55.03亿元有所下降，主要系预收白酒销售款减少所致。

截至2020年底，公司其他流动负债11.26亿元，较上年底增长11.84%，主要包括应付超短期融资券（5.08亿元）和待转销项税额（6.17亿元）。

截至2020年底，公司非流动负债83.68亿元，较上年底增长2.66%，较上年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占57.29%）和应付债券（占42.71%）构成。

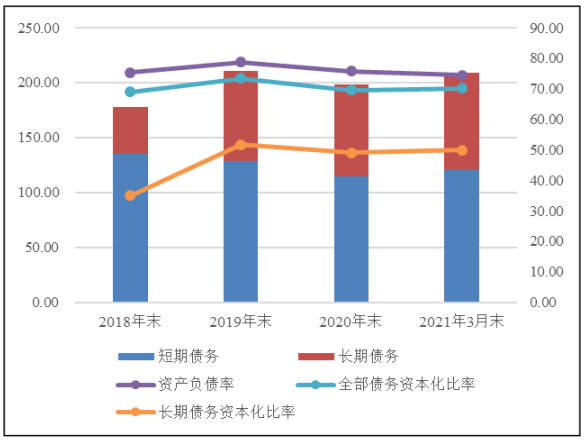
截至2020年底，公司长期借款47.94亿

元，较上年底增长 40.76%，主要系为偿还“15 顺鑫 02”和满足资本开支所致；长期借款主要由信用借款（25.77 亿元）、保证+抵押借款（20.19 亿元）构成。从期限分布看，2022 年到期的占 70.34%，2023 年到期的占 29.62%，2023 年及以后到期的占 0.05%，长期借款到期期限较为集中。

截至 2020 年底，公司应付债券 35.74 亿元，较上年底下降 12.36%，主要系“18 顺鑫 MTN001”将于一年内到期转入一年内到期的非流动负债所致所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 198.07 亿元，较上年底下降 5.86%。债务结构方面，短期债务占 57.75%，长期债务占 42.25%，结构相对均衡，其中，短期债务 114.39 亿元，较上年底下降 11.25%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债减少所致；长期债务 83.68 亿元，较上年底增长 2.66%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.79%、69.55%和 49.11%，较上年底分别下降 3.00 个百分点、3.93 个百分点和 2.66 个百分点。公司债务负担重。

图 1 公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 260.00 亿元，较上年底下降 4.19%。其中，流动负债占 65.90%，非流动负债占 34.10%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 209.28 亿元，较上年底增长 5.66%。债务结构方面，短期债务占 57.63%，长期债务占 42.37%，结构相对均衡，其中，短期债务 120.61 亿元，较上年底增长 5.44%。长期债务 88.67 亿元，较上年底增长 5.96%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率为 74.49%，较上年底下降了 1.30 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.15%和 49.89%，较上年底分别上升了 0.60 个和 0.78 个百分点。

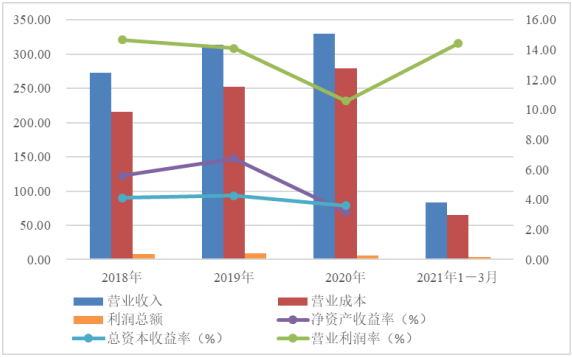
4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入有所增长，但由于营业成本上升较快，利润总额大幅下降。公司各盈利指标处于行业中下水平。

2020年，公司实现营业收入330.06亿元，同比增长5.13%，主要系贸易和猪肉系列收入增加所致；2020年，因中低端白酒销量占比上升、屠宰业务原材料猪肉价格于高位运行，公司营业成本增幅明显高于营业收入，营业利润率同比下降3.52个百分点至10.60%。2020年，公司利润总额5.84亿元，同比下降37.20%，主要系营业成本上升较快所致。

2020年，公司费用总额为31.48亿元，同比下降10.10%，主要系运输费用计入营业成本所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为35.70%、41.53%、1.54%和21.23%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为11.24亿元，同比下降30.05%；管理费用为13.07亿元，同比下降2.72%；研发费用为0.48亿元，同比增长83.58%，基数较小；财务费用为6.69亿元，同比增长27.35%，主要系房地产业务停止资本化利息所致。2020年，公司期间费用率为9.54%，同比下降1.62个百分点，但仍对整体利润形成明显侵蚀。

图2 公司盈利能力指标（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

2020年，公司实现投资收益3.86亿元，同比增长275.51%，主要系出售顺鑫农业部分股权所致，投资收益占营业利润比重为66.29%，对营业利润影响较大。2020年，公司其他收益、营业外收入等非经常性损益对利润影响不大。

2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.60%和3.16%，同比分别下降0.66个和3.59个百分点。与白酒行业部分上市公司对比，公司各盈利指标处于行业中下水平，主要系业务结构差异所致。

表14 2020年同行业公司盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山西汾酒	72.15	23.26	35.76
洋河股份	72.27	18.25	19.95
酒鬼酒	78.87	16.58	18.59
老白干酒	64.74	6.98	9.26
五粮液	74.16	23.78	24.94
中位数	**72.27**	**18.25**	**19.95**
公司	**15.25**	**3.38**	**0.05**

注：为保持可比性，上表均采用Wind导出数据
资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业收入83.17亿元，同比增长4.91%；综合毛利率为21.40%，较上年同期21.05%有所增长。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动净现金流有所增加，投资活动现金流由净流出转为净流入，筹资活动现金流表现为净流出。考虑到公司存量债务置换及房地产项目后续少量投资，公司对外融资需求大。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入375.77亿元，同比增长3.92%；经营活动现金流出364.51亿元，同比增长1.84%。2020年，公司经营活动现金净流入11.26亿元，同比增长208.31%。2020年，公司现金收入比为112.54%，同比下降0.55个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入4.71亿元，同比增长32.20倍，主要系出售所持的部分顺鑫农业股权所致；投资活动现金流出3.12亿元，同比下降35.50%，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金减少所致。2020年，公司投资活动现金净流入1.58亿元，同比由净流出转为净流入。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额同比由-1.05亿元增至12.85亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入139.32亿元，同比下降22.75%，主要系上年同期发行债券较多所致；筹资活动现金流出150.15亿元，同比下降2.20%。2020年，公司筹资活动现金净流出10.83亿元，同比净流入转为净流出。

2021年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-13.01 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.67 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 9.06 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，短期偿债指标有所改善，长期偿债指标有所弱化，考虑到公司作为北京市顺义区国资委下属企业，在白酒和猪肉等领域具备竞争优势，综合实力较强，可用银行授信额度充足，且上市子公司具备直接融资渠道，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的127.52%和 76.56%提高至 130.53%和 78.82%，

流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.99倍提高至1.03倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为16.99亿元，同比下降12.19%，主要系利润总额减少所致。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占18.49%）、计入财务费用的利息支出（占44.22%）和利润总额（占34.39%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.25倍下降至2.22倍，EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高；全部债务/EBITDA由上年的10.87倍提高至11.66倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度有所降低。

截至2021年3月底，公司无重大诉讼、仲裁或其他重大经济纠纷事项。

截至2020年底，公司对外担保余额为7.51亿元，系公司对联营企业金盛顺鑫置业的融资担保。金盛顺鑫置业主要经营自持物业出租和部分商业地产开发销售，目前经营正常。

截至2021年3月底，公司在各大银行获得授信总额包括人民币授信396.69亿元、美元授信3.40亿美元和欧元授信2.00亿欧元；已使用授信合计人民币150.57亿元，未使用授信额度充足，公司间接融资渠道畅通；公司子公司顺鑫农业作为深圳证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司作为控股型集团企业，具体业务由下属子公司运营。母公司盈利能力弱，财务费用对利润侵蚀严重。截至2020年底，母公司债务负担非常重，且短期偿债压力大。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的34.44%；母公司负债占合并口径的40.98%；母公司所有者权益占合并口径的13.98%；母公司营业收入占合并口径的0.05%；母公司利润总额占合并口径的11.13%；母公司全部债务占合并口径的50.93%。

截至2020年底，母公司资产总额123.33亿元，较上年底增长1.01%，较上年底变化不大。其中，流动资产58.43亿元（占47.37%），非流动资产64.90亿元（占52.63%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占6.02%）和其他应收款（合计）（占93.55%）构成；

非流动资产主要由其他权益工具投资（占19.05%）、长期股权投资（占65.41%）和无形资产（占10.94%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为3.52亿元。

截至2020年底，母公司负债总额111.21亿元，较上年底下降6.72%。其中，流动负债56.53亿元（占50.83%），非流动负债54.68亿元（占49.17%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占61.91%）、其他应付款（合计）（占18.16%）、一年内到期的非流动负债（占10.83%）、其他流动负债（占8.99%）构成，非流动负债主要由长期借款（占34.64%）、应付债券（占65.36%）构成。母公司2020年底资产负债率为90.17%，较2019年底下降了7.48个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务100.88亿元。其中，短期债务占45.80%、长期债务占54.20%。截至2020年底，母公司短期债务为46.20亿元。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率89.27%。受公司以母公司为主导，采取“统借统还”融资管理模式影响（上市公司除外），母公司债务负担非常重，且短期偿债压力大。

截至2020年底，母公司所有者权益为12.12亿元，较上年底增长322.77%，主要系其他综合收益增加所致。在所有者权益中，实收资本为8.50亿元（占70.12%）、资本公积合计6.85亿元（占56.49%）、未分配利润合计-11.59亿元（占-95.64%）。

2020年，母公司营业收入为0.16亿元，利润总额为0.65亿元。同期，母公司财务费

用为 3.30 亿元，投资收益为 4.99 亿元。母公司盈利能力弱，财务费用对利润侵蚀严重。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为-5.68 亿元，投资活动现金流净额 3.48 亿元，筹资活动现金流净额-12.45 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司2021年度无剩余应到期债券金额。截至2021年3月底，公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强，经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券的保障能力较强。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共15.00亿元，未来待偿债券本金峰值为15.00亿元，本年度无剩余应到期债券金额。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强，经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券的保障能力较强。

表 15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

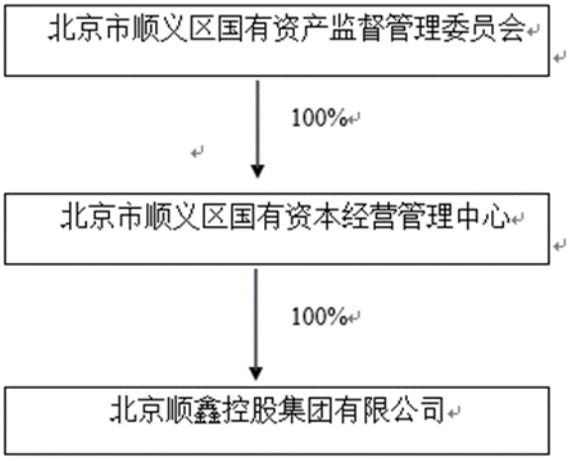
项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值	15.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	/
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	25.05
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.75
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.13

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月末）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

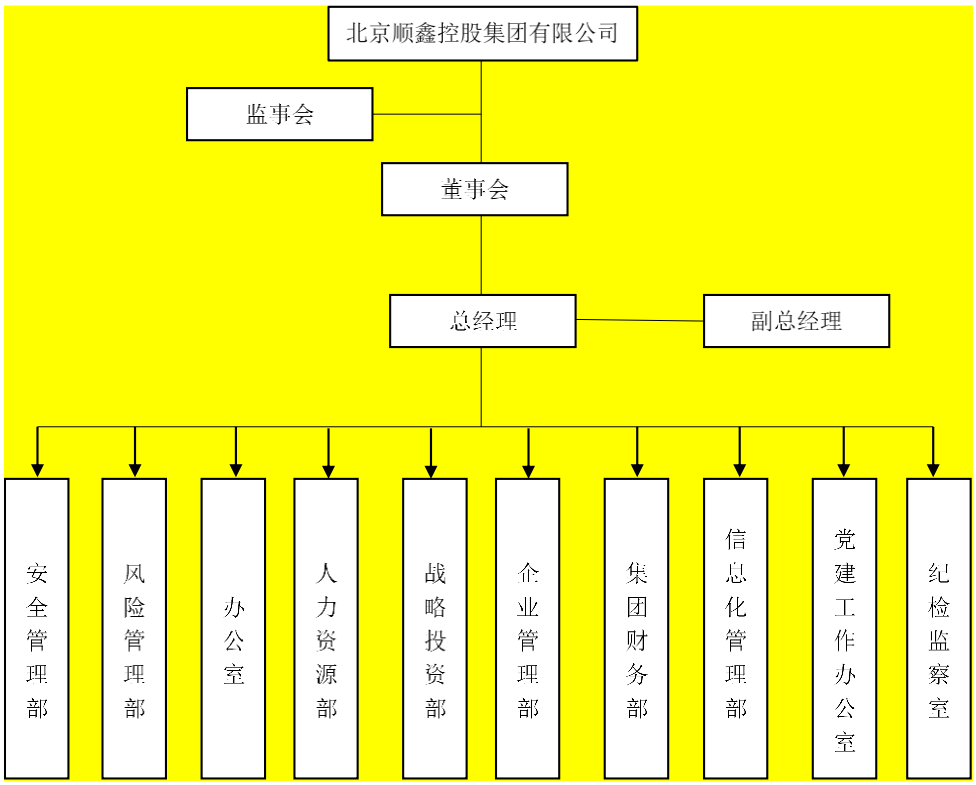
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19顺鑫MTN001”和“19顺鑫MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底北京顺鑫控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底北京顺鑫控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司主要子公司情况

序号	单位名称	注册地址	持股比例（%）
1	北京顺鑫农业股份有限公司	北京顺义	37.51
2	北京市顺义医药药材公司	北京顺义	100.00
3	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	北京顺义	93.54
4	北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司	北京顺义	83.22
5	北京顺鑫鑫悦面粉有限公司	北京顺义	100.00
6	北京顺鑫鲲鹏食品有限公司	北京顺义	100.00
7	北京宝地环球工贸有限公司	北京顺义	100.00
8	北京顺鑫牵手有限责任公司	北京顺义	100.00
9	北京顺鑫地产开发有限公司	北京顺义	100.00
10	北京顺鑫明珠文化发展有限公司	北京顺义	100.00
11	北京润和生物科技有限公司	北京顺义	70.00
12	北京福通互联科技有限公司	北京顺义	100.00
13	北京顺鑫智远资本管理有限公司	北京顺义	100.00
14	城乡京润（北京）置业投资有限公司	北京顺义	100.00
15	北京顺鑫绿洲锦绣园林工程有限公司	北京顺义	51.00
16	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	北京顺义	51.00
17	北京顺鑫鼎源新国际贸易有限公司	北京顺义	100.00
18	顺鑫国际有限公司	英属威尔京群岛	100.00
19	北京顺鑫国际种业集团有限公司	北京顺义	100.00
20	顺鑫控股（秦皇岛）投资有限公司	秦皇岛	75.00
21	北京顺鑫建设科技集团有限公司	北京顺义	100.00
22	北京顺鑫鑫源食品有限公司	北京顺义	100.00
23	北京乾荣置业有限公司	北京顺义	100.00
24	北京鑫鸿城置业有限公司	北京顺义	100.00
25	北京顺鑫博润管理咨询有限公司	北京顺义	100.00
26	北京顺鑫丰实投资管理有限公司	北京顺义	50.00
27	北京顺鑫天鸿食品集团有限公司	北京顺义	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	102.45	127.48	118.20	117.93
资产总额（亿元）	325.59	357.90	358.07	349.05
所有者权益（亿元）	80.25	75.92	86.70	89.05
短期债务（亿元）	135.00	128.89	114.39	120.61
长期债务（亿元）	43.17	81.51	83.68	88.67
全部债务（亿元）	178.17	210.40	198.07	209.28
营业收入（亿元）	272.51	313.95	330.06	83.17
利润总额（亿元）	8.18	9.30	5.84	3.75
EBITDA（亿元）	17.61	19.35	16.99	/
经营性净现金流（亿元）	28.62	3.65	11.26	-13.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	31.95	35.44	36.24	/
存货周转次数（次）	2.34	2.52	2.81	/
总资产周转次数（次）	0.90	0.92	0.92	/
现金收入比（%）	121.78	113.09	112.54	88.37
营业利润率（%）	14.68	14.11	10.60	14.43
总资本收益率（%）	4.13	4.26	3.60	/
净资产收益率（%）	5.59	6.75	3.16	/
长期债务资本化比率（%）	34.98	51.78	49.11	49.89
全部债务资本化比率（%）	68.95	73.48	69.55	70.15
资产负债率（%）	75.35	78.79	75.79	74.49
流动比率（%）	113.22	127.52	130.53	138.12
速动比率（%）	64.56	76.56	78.82	86.44
经营现金流动负债比（%）	14.16	1.82	6.00	/
现金短期债务比（倍）	0.76	0.99	1.03	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.25	2.22	/
全部债务/EBITDA（倍）	10.12	10.87	11.66	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告已将其他流动负债和长期应付款中的债务部分纳入相关债务指标计算；3. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	7.87	18.17	3.52
资产总额（亿元）	107.33	122.09	123.33
所有者权益（亿元）	5.44	2.87	12.12
短期债务（亿元）	87.32	55.90	46.20
长期债务（亿元）	5.09	52.75	54.68
全部债务（亿元）	92.41	108.65	100.88
营业收入（亿元）	0.47	0.29	0.16
利润总额（亿元）	-3.11	-2.50	0.65
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.40	0.26	-5.68
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1,183.49	298.83	82.74
存货周转次数（次）	/	/	5.20
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	13.93	19.89	57.12
营业利润率（%）	41.00	56.64	24.17
总资本收益率（%）	-3.18	-2.24	0.58
净资产收益率（%）	-57.13	-87.21	5.36
长期债务资本化比率（%）	48.32	94.84	81.85
全部债务资本化比率（%）	94.44	97.43	89.27
资产负债率（%）	94.93	97.65	90.17
流动比率（%）	53.43	98.56	103.35
速动比率（%）	53.43	98.56	103.29
经营现金流动负债比（%）	0.42	0.38	-10.04
现金短期债务比（倍）	0.09	0.33	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告已将公司本部其他流动负债中的债务部分纳入相关债务指标计算；3. 本报告财务数据均使用期末数，2021 年 1－3 月财务数据未经审计；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。